BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT UPDATE

– February 2001 –

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It includes information received up to the fixed announcement date on 23 January 2001 and updates the Monetary Policy Report *of November 2000.*

On 23 January, the Bank reduced the Bank Rate by one-quarter of one percentage point to 5 3/4 per cent.* This action was taken in light of the implications of developments described below for the future trend of inflation in Canada.

* * *

In its November *Monetary Policy Report*, the Bank's projection was for continued solid global economic expansion but with a noticeable slowing in 2001, particularly in the United States.

Since then, there has been accumulating evidence that global economic growth has begun to slow somewhat more and sooner than anticipated. As a result, projections for growth in Europe and Japan have been revised downwards slightly for 2001. For the United States, we now project growth at a rate of 2.0 to 2.5 per cent, one full percentage point below the range expected in the November *Report*. This downward revision to the growth projection for 2001 primarily reflects a weaker first half, followed by a relatively strong rebound in the second half of the year.

* The Bank has eight pre-specified dates each year for announcing changes to the Bank Rate. For the schedule of dates for the remainder of 2001, see Technical Box 4, November 2000 *Monetary Policy Report*, or visit our Web site.

Highlights

- The momentum of the Canadian economy remained solid through the fourth quarter of 2000, bolstered by strong growth in domestic demand.
- The outlook for the U.S. economy has weakened more abruptly than anticipated.
- On 23 January, the Bank lowered the Bank Rate by one-quarter of one percentage point to 5 3/4 per cent.
- The Bank's projection for Canada's real GDP growth in 2001 has been revised down to about 3 per cent—the bottom end of the 3 to 4 per cent range projected last November.
- Core inflation, at 1.9 per cent in December, has been marginally higher than anticipated, and is expected to steady out at about 2 per cent through 2001.
- With recent declines in world oil prices, total CPI inflation is expected to converge with the core rate in the second half of this year.

Despite a slowing world economy and a deceleration in export growth, the pace of economic expansion in Canada remained solid in the second half of 2000, bolstered by strong domestic demand. Indeed, growth in this period slightly exceeded the Bank's expectations. Employment also grew rapidly, indicating significant momentum in the economy. In spite of this starting position going into 2001, the Bank's projection for this year has been revised down to about 3 per cent—the bottom end of the 3 to 4 per cent range projected last November—because of spillover effects from a weaker U.S. economy late in 2000 and in the first half of this year.

At 1.9 per cent, core inflation in December was marginally higher than anticipated. Although some month-to-month volatility may result in core inflation rising temporarily above 2 per cent early this year, the Bank's baseline projection is for core inflation to steady out at about 2 per cent through this year. With crude oil prices having declined to around $30 per barrel, it now seems likely that total CPI inflation, currently just above 3 per cent, will come down to around 2 per cent in the second half of 2001.

These developments over the past three months have altered the risks and uncertainties for Canada's economic outlook. The slowdown now evident in the U.S. economy raises the issue of how marked that slowdown will be and how quickly the economy will rebound. For Canada, an important question is the extent to which the current strength in domestic demand will continue to offset weaker U.S. demand for our exports. The recent decline in world oil prices has also somewhat reduced the risk that inflation expectations could heighten in response to rising headline rates of inflation. At the same time, there continues to be some uncertainty regarding the future growth of the economy's productive capacity. Recent productivity growth suggests that the economy's production capacity could be rising at a higher rate than the 3 per cent assumed by the Bank. Nevertheless, current indicators point to an economy operating at close to full capacity.

The International Environment

Emerging-market economies

Growth in the emerging-market economies has been somewhat faster than expected. Nevertheless, the near-term outlook is still subject to a number of risks. Market sentiment towards emerging markets in Asia has deteriorated over the past few months. This deterioration stems largely from concerns about a possible downturn in global demand for electronic products, the impact of high world oil prices, political instability, and, in some cases, the slow pace of restructuring in corporate and financial sectors. In addition, both Turkey and Argentina—two large international borrowers—have had to negotiate new IMF programs.

Some of these pressures on emerging-market countries will, however, be alleviated by lower interest rates in the United States and, for countries whose currencies are pegged to the U.S. dollar, by its recent depreciation.

Euro area and Japan

In the euro area, the pace of expansion slowed in the second half of 2000, partly owing to past increases in official rates by the European Central Bank. In addition, surveys suggest a recent decline in both business and household confidence. Indeed, household spending weakened significantly in the third quarter. As a result, growth in the euro area in 2001 is now expected to be slightly below the 3 per cent projected in the November *Report*.

The Japanese economy remains fragile. Real GDP rose only marginally in the second and third quarters of 2000, despite strong business investment. Household spending has remained flat, reflecting weak income growth and concerns about employment prospects. Moreover, the lagged effect of the

101-02491/

appreciation of the yen has contributed to a marked slowing in export growth. The Japanese economy is expected to grow at about 1.0 per cent in 2001—lower than the 1.5 per cent projected in the November *Report*.

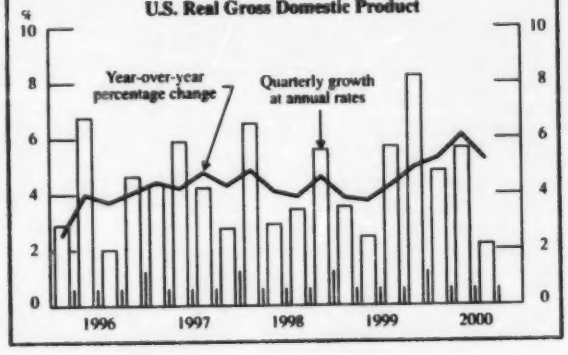
The pace of expansion in the euro area and Japan is slowing somewhat more than expected.

United States

Recent developments indicate that the slowdown of the U.S. economy has been more abrupt and more pronounced than anticipated. Because that economy has been operating in excess demand, some slowdown is warranted to reduce inflationary pressures.

U.S. real GDP rose by only 2.2 per cent in the third quarter of 2000, down sharply from previous quarters (Chart 1). Employment growth has also slowed significantly in recent months, and average hours worked have fallen markedly.

Chart 1
U.S. Real Gross Domestic Product



Consumer spending (particularly for motor vehicles) and residential construction have eased in response to past increases in interest rates, declines in personal wealth associated with weakening stock prices, and higher energy prices.

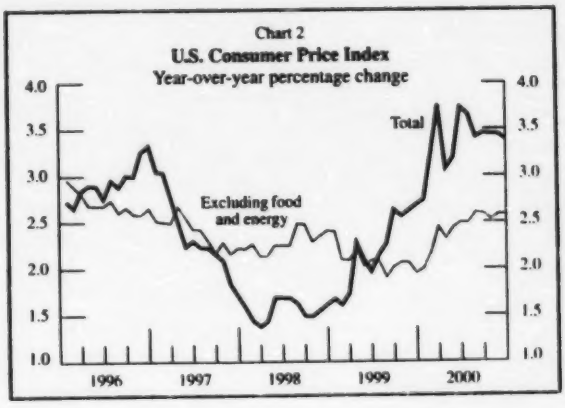
At the same time, tighter credit conditions and lending standards have combined with reduced profit margins to restrain business investment.

The Bank now expects U.S. real GDP to expand by 2.0 to 2.5 per cent, on average, in 2001. Growth is expected to be particularly weak in the first half of the year, before rebounding relatively strongly in the third and fourth quarters.

Despite the slowdown in the U.S. economy to a rate below that of potential growth, core inflation has not yet shown signs of easing (Chart 2). The U.S. economy continues to operate at a high level, as evidenced by the low unemployment rate.

Nonetheless, at its December meeting, in light of the slowing in the pace of activity, the Federal Open Market Committee shifted its forward-looking focus from heightened inflation pressures to economic weakness. And in early January, the Committee made an intermeeting decision to lower its target federal funds rate by 50 basis points.

Chart 2
U.S. Consumer Price Index
Year-over-year percentage change



As of 23 January, financial markets were expecting that the U.S. Federal Reserve would reduce its federal funds target by an additional 50 basis points at its end-January meeting and a further 50 basis points by mid-year.

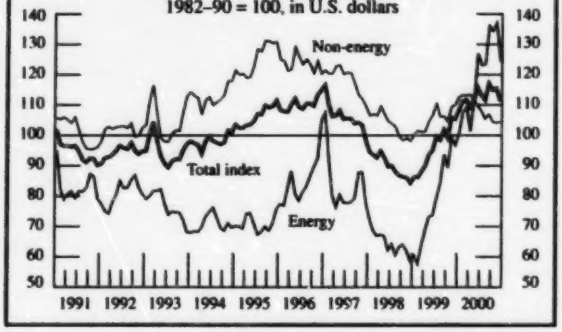
The expected slowdown of the U.S. economy has been more abrupt than anticipated.

Commodity prices

Prices for crude oil and natural gas have been volatile since the end of October, driven by low inventories of petroleum products such as heating oil, by cold winter weather, and by short-term concerns over tensions in the Middle East. On balance, however, oil prices have eased over the period, as the effects of increases in world supply have become more apparent. Natural gas prices, while currently very high because of tight supplies and winter weather conditions, are also expected to ease somewhat this year.

Although cattle and grains prices have recovered, the U.S.-dollar price of non-energy commodities has been below the Bank's previous expectations (Chart 3).

Chart 3
Bank of Canada Commodity Price Index
1982–90 = 100, in U.S. dollars

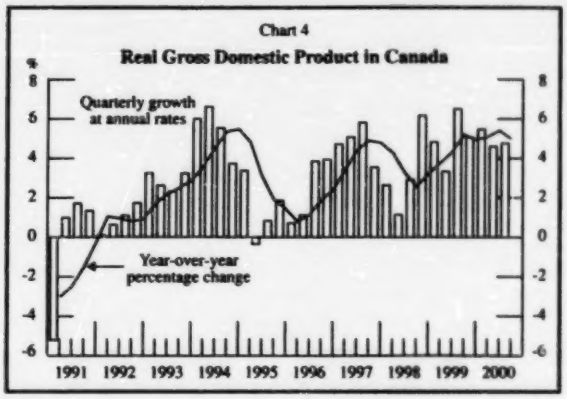


Canadian Economic Developments

Aggregate demand, output, and estimated pressures on capacity

Real GDP rose at an annual rate of 4.8 per cent in the third quarter of 2000, above the upper end of the range projected in the November *Report* (Chart 4).[1] Once again, business investment in machinery and equipment increased considerably, reflecting further gains in profits. Household spending also grew quite strongly. Export volumes edged down, however, mainly owing to a marked slowing in the growth of U.S. aggregate demand and to supply problems in the energy and automotive sectors. This abrupt weakening in the growth of external demand for Canadian goods contributed to a substantial rise in inventories in the manufacturing sector.

Chart 4
Real Gross Domestic Product in Canada



For the last quarter of 2000, current information suggests that economic growth was in a range of 3 to 3.5 per cent. A modest recovery in exports seems to have occurred, as the above-mentioned supply problems were resolved. Residential construction appears to have risen considerably, while overall consumer expenditures were supported by a further rise in employment. Spending on motor vehicles fell back, however, as dealer incentives became less attractive. Early information also suggests that the pace of business investment eased substantially.

> *The Canadian economy, after a very strong performance in 2000, is expected to grow by about 3 per cent this year.*

With higher-than-expected growth in the third quarter and small upward revisions to real GDP in the first half of the year, economic activity in 2000 is expected to have grown by 5 per cent on an annual average basis. For

1. In the November *Report*, real growth in the third quarter was expected to be between 3.5 and 4.5 per cent.

2001, the Bank is now projecting economic growth of about 3 per cent—the bottom of the 3 to 4 per cent range projected last November and about equal to the Bank's projected rate of potential growth for the economy. This downward revision reflects the implications for Canada of a weaker U.S. economy, especially in the first half of the year.

The Canadian economy is operating at about full capacity.

The strength of Canada's economic growth in the third quarter of 2000 and the monitored good performance in the fourth quarter suggest that the Canadian economy is operating at about full capacity, as projected in the November *Report*.

Statistics Canada's measured rate of capacity utilization for the non-farm, goods-producing sector in the third quarter was at about the same level as in the late 1980s. There are continuing reports of skilled labour shortages in areas such as the high-technology and construction sectors. As well, vacancy rates in the residential and commercial real estate sectors are very low.

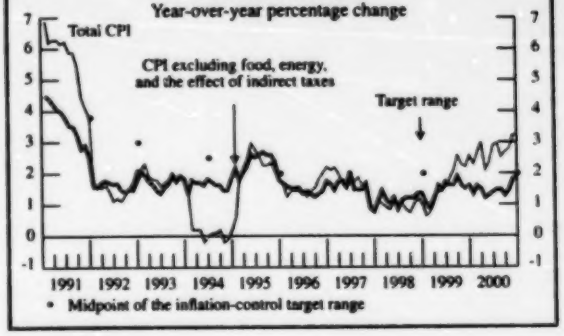
Still, several indicators of pressures on capacity suggest that a small amount of slack remained in the second half of 2000. For example, the level of inventories relative to sales has risen over the past year, and labour market participation rates have also continued to increase.

Overall, the full range of current indicators suggests that the economy is operating close to capacity.

Prices and costs

The 12-month rate of increase in the core CPI was 1.9 per cent in December, up from 1.3 per cent in September and marginally above the expectations of the November *Report* (Chart 5). The higher-than-anticipated level of core inflation partly reflected efforts by motor vehicle manufacturers and dealers

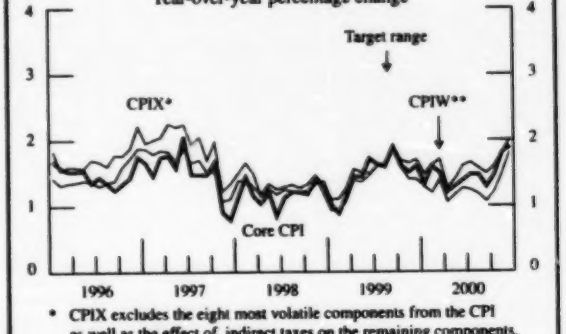
Chart 5
Consumer Price Index
Year-over-year percentage change



• Midpoint of the inflation-control target range

to reduce price discounting. The rise in core inflation in the fourth quarter may also be another indicator that the amount of slack in product markets has largely been absorbed. Other statistical measures of the trend rate of inflation were close to the core rate (Chart 6).

Chart 6
Core CPI and Statistical Measures of the Trend Inflation Rate
Year-over-year percentage change



• CPIX excludes the eight most volatile components from the CPI as well as the effect of indirect taxes on the remaining components.
•• CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability.

The 12-month rate of increase in the total CPI in December was 3.2 per cent. This continued to be well above core inflation and reflected the substantial increase in energy prices at the consumer level over the past year. While the first-round effects of higher energy costs on the core CPI have been minimal, recent announcements of fare increases in the transportation sector will likely affect consumer prices in 2001.

Based on the indicators in Chart 7, as well as on labour compensation per person-hour in the business sector (Chart 8), the underlying rate of increase in the average wage appears to have edged up to just over 3 per cent.

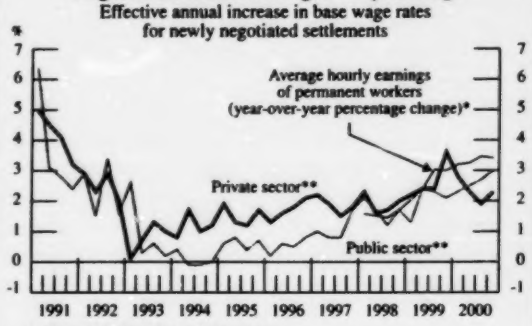
The year-over-year increase in output per person-hour in the business sector in the third quarter of 2000 was 2.1 per cent. As a result, the year-over-year rise in unit labour costs in the business sector was held to 1.0 per cent.

Core inflation is now expected to steady out at close to 2 per cent through 2001, although month-to-month volatility may cause it to exceed that rate temporarily in the near term. This outlook reflects longer-term inflation expectations remaining near 2 per cent and the economy staying broadly in balance between aggregate demand and supply.

Core inflation is expected to steady out at close to 2 per cent in 2001.

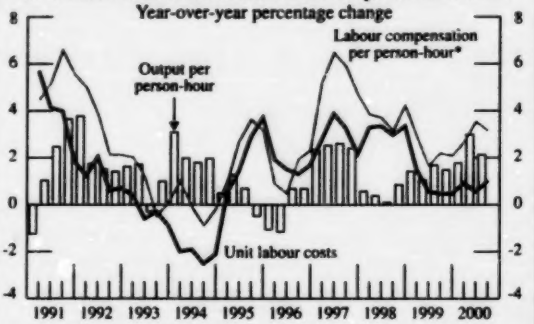
If crude oil prices remain at or below US$30 a barrel, the year-to-year increase in the total CPI is expected to decline to about 2 per cent in the second half of 2001.[2]

Chart 7
Wage Settlements and Average Hourly Earnings
Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements



* Source: *Labour Force Information*
** Source: Human Resources Development Canada, last data point = October/November 2000

Chart 8
Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector
Year-over-year percentage change



* Labour compensation includes the labour income of paid workers, plus imputed labour income for self-employed workers.
Source: Statistics Canada *Daily*

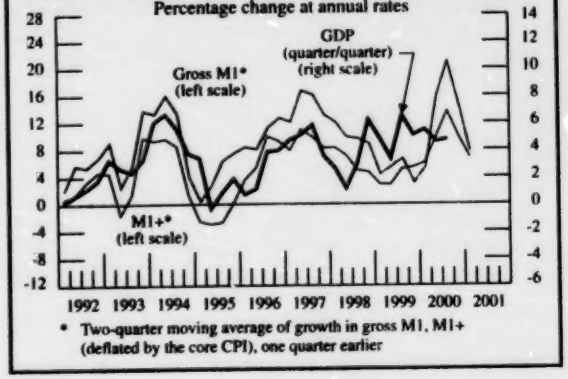
Developments in the monetary aggregates

Growth in gross M1 slowed further in the fourth quarter. The three-month growth rate of gross M1 fell to 7 per cent in December, well below the rates recorded earlier in the year. Nevertheless, at 15 per cent, year-over-year growth in gross M1 remains strong. The year-over-year rates of increase in M1+ and M1++ have held steady over the last three months, at about 12 and 10 per cent, respectively. Special factors are keeping the rate of expansion of the narrow aggregates stronger than the underlying growth in transactions balances. It is estimated that deposits of financial institutions with banks and deposits of businesses and individuals at investment dealers continue to account for about 3 percentage points of the year-over-year growth in gross M1.

If the various data distortions are taken into account, the recent expansion in narrow money suggests that real GDP will grow at about 4 per cent in 2001—stronger than the Bank's projection for GDP growth (Chart 9). The growth in the narrow money aggregates suggests that core inflation may move above the midpoint of the target range in 2001.

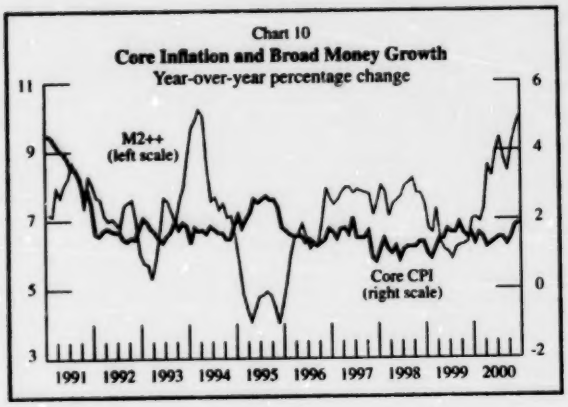
2. This projection is consistent with an average annual rate of increase in the total CPI in 2001 that is very close to the average private sector forecast of 2.4 per cent (from the January 2001 issue of *Consensus Forecasts*).

Chart 9
Real GDP Growth and Growth of Real Gross M1 and M1+
Percentage change at annual rates



* Two-quarter moving average of growth in gross M1, M1+ (deflated by the core CPI), one quarter earlier

Chart 10
Core Inflation and Broad Money Growth
Year-over-year percentage change

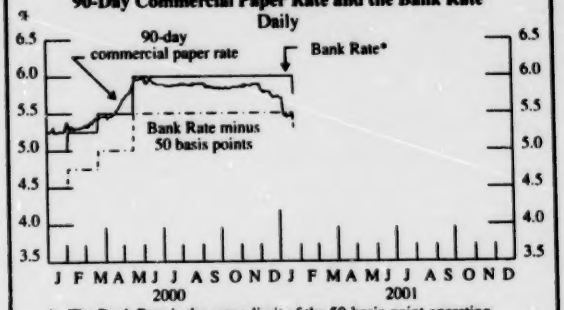


Year-over-year growth in the broad aggregate M2++ rose to 10 per cent in December (Chart 10). The strength of M2++ suggests a profile for core inflation slightly above that implied by the narrow aggregates.

Monetary conditions and monetary policy operations

The Bank held the Bank Rate (Chart 11) constant at 6.0 per cent on 5 December, its first fixed announcement date, and lowered it to 5 3/4 per cent on its 23 January announcement date. Both decisions were largely anticipated by financial markets. Markets expect further declines in short-term interest rates between now and mid-year.

Chart 11
90-Day Commercial Paper Rate and the Bank Rate
Daily

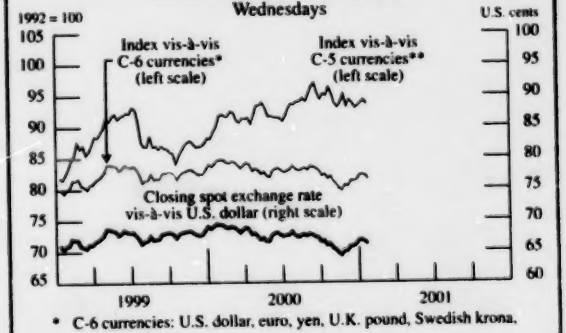


* The Bank Rate is the upper limit of the 50-basis-point operating band for the overnight rate.

Over the past three months, the monetary conditions index has fluctuated between -6.7 and -5.5, reflecting the combination of declines in short-term interest rates and some firming of the Canadian dollar (Chart 12). The appreciation of the Canadian dollar in part reflects an adjustment of the U.S. dollar against many major currencies in response to the slowdown of the U.S. economy relative to other economies and the declines in U.S. interest rates.

The term structure of interest rates on government debt (Chart 13) has drifted lower in both Canada and the United States as market participants have become increasingly convinced that economic growth

Chart 12
Canadian Dollar Exchange Rate
Wednesdays



* C-6 currencies: U.S. dollar, euro, yen, U.K. pound, Swedish krona, and Swiss franc
** C-5: excludes U.S. dollar

Chart 13
Term Structure of Interest Rates in Canada
Yields on treasury bills, government bonds, commercial paper, and corporate bonds

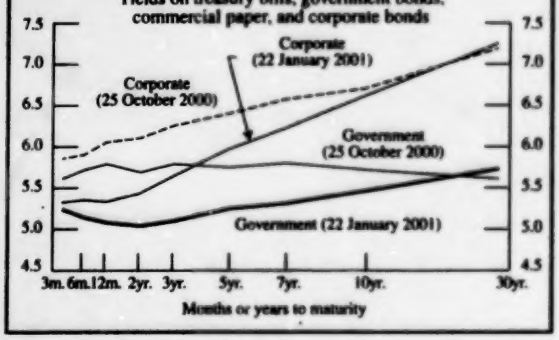
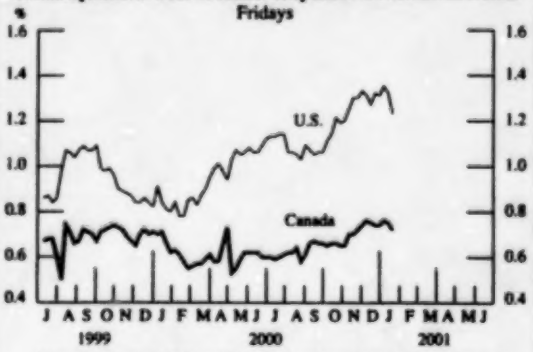


Chart 14
Credit Spread: 5-Year A-Rated Corporate–Government Bonds
%
Fridays



Note: The levels of U.S. and Canadian corporate spreads are not directly comparable, mainly because of coverage differences.

in the United States is slowing to a rate below potential. Yield spreads between Canadian and U.S. government securities turned modestly positive for maturities of 2 to 30 years late in 2000 and have remained so since then.

Credit conditions faced by Canadian borrowers have been tightening somewhat as lenders have become more risk-averse at this point in the economic cycle.

In the United States, credit conditions have generally tightened more than in Canada, likely reflecting market sentiment about the extent of the U.S. economic slowdown. Those conditions, reflected in credit spreads, have eased somewhat following the recent move by the Federal Reserve to lower interest rates (Chart 14).

Since the peaks established last summer, most of the world's major stock market indexes have declined. Movements in technology stocks have been particularly volatile. More recently, while most stock markets have risen, they remain well below their earlier peaks and volatility persists. Stock prices may now embody more realistic expectations of future profit growth, particularly in the technology sector. At the same time, the volatility in stock prices may reflect market participants' uncertainty about the future prospects for global economic expansion.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in May and November. Regular *Updates* are published in August and February. Copies may be obtained from:
Publications Distribution,
Communications Department,
Bank of Canada,
Ottawa, Ontario,
Canada K1A 0G9.
Telephone: (613) 782-8248;
e-mail: publications@bankofcanada.ca or visit our Web site:
http://www.bankofcanada.ca

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

– Février 2001 –

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 23 janvier 2001 et représente une mise à jour du Rapport sur la politique monétaire *publié en novembre 2000.*

Le 23 janvier, la Banque a abaissé le taux officiel d'escompte de un quart de point de pourcentage pour le fixer à 5 3/4 %*. Cette mesure a été prise à la lumière des retombées de l'évolution décrite ci-après sur la tendance future de l'inflation au Canada.

* * *

Dans sa livraison de novembre du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque prévoyait que la vigoureuse expansion de l'économie mondiale allait se poursuivre en 2001, mais à un rythme sensiblement moins rapide, particulièrement aux États-Unis.

Depuis, on a observé un nombre croissant de signes indiquant que le ralentissement de la croissance économique à l'échelle mondiale s'est amorcé un peu plus tôt et est un peu plus prononcé que projeté. Par conséquent, les prévisions de la croissance en Europe et au Japon pour 2001 ont été révisées quelque peu à la baisse. En ce qui concerne les États-Unis, nous nous attendons maintenant à un taux d'expansion de 2 à 2,5 %, soit un plein point de pourcentage sous la plage des valeurs indiquée dans le *Rapport* de novembre. Cette prévision de la croissance en 2001 reflète un ralentissement de l'économie au premier semestre, suivi d'une reprise relativement robuste au second.

* La Banque a adopté un calendrier annuel de huit dates préétablies pour l'annonce des modifications au taux officiel d'escompte. On trouvera les autres dates pour 2001 à la note technique 4 du *Rapport sur la politique monétaire* de novembre 2000 ou encore dans notre site Web.

Faits saillants

- Le dynamisme qui anime l'économie canadienne s'est maintenu durant le quatrième trimestre de 2000, à la faveur de la progression vigoureuse de la demande intérieure.
- Les perspectives de croissance de l'économie américaine se sont assombries plus brusquement que prévu.
- Le 23 janvier, la Banque a abaissé le taux officiel d'escompte de un quart de point de pourcentage, pour le fixer à 5 3/4 %.
- La Banque a révisé à la baisse sa prévision du taux de croissance du PIB réel au Canada en 2001, le ramenant à environ 3 % — soit la limite inférieure de la plage de 3 à 4 % projetée en novembre dernier.
- À 1,9 %, l'inflation mesurée par l'indice de référence était, en décembre, légèrement plus élevée que projeté, mais on prévoit qu'elle se stabilisera aux alentours de 2 % durant le reste de l'année.
- Dans la foulée du recul récent des cours mondiaux du pétrole, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait se rapprocher de celui de l'indice de référence au second semestre de 2001.

Malgré le tassement de l'économie mondiale et une décélération de la croissance des exportations, le rythme d'expansion de l'activité au Canada est demeuré robuste au second semestre de 2000, grâce à la vigueur de la demande intérieure. De fait, pendant cette période, il a légèrement dépassé les attentes de la Banque. L'emploi s'est aussi accru rapidement, ce qui témoigne du dynamisme de notre économie. En dépit de la présence de ces facteurs à l'aube de 2001, la Banque a révisé à la baisse sa prévision du taux de croissance pour la nouvelle année, le ramenant à environ 3 % — soit la limite inférieure de la plage de 3 à 4 % projetée en novembre dernier —, à cause de l'incidence de l'assombrissement des perspectives de croissance de l'économie américaine à la fin de 2000 et au premier semestre de cette année.

À 1,9 %, l'inflation mesurée par l'indice de référence était, en décembre, légèrement plus élevée qu'on ne s'y attendait. Même si une certaine volatilité d'un mois à l'autre pourrait pousser temporairement cette mesure de l'inflation au-dessus de 2 % dans le court terme, la Banque estime que celle-ci devrait se stabiliser à environ 2 % durant le reste de l'année. Les prix du pétrole brut étant tombés à 30 $ approximativement le baril, il semble maintenant probable que le taux d'accroissement de l'IPC global, actuellement juste au-dessus de 3 %, baissera pour se situer aux alentours de 2 % au second semestre de 2001.

L'évolution observée au cours des trois derniers mois a modifié les risques et les incertitudes pesant sur les perspectives de l'économie canadienne. Le ralentissement maintenant manifeste de l'économie américaine soulève la question de savoir à quel point il sera prononcé et combien il faudra de temps à l'économie pour se ressaisir. Pour ce qui est du Canada, la grande inconnue est la mesure dans laquelle la vigueur actuelle de la demande intérieure continuera de compenser l'affaiblissement de la demande américaine de produits canadiens. Le recul récent des prix mondiaux du pétrole a également atténué quelque peu le risque que les taux d'inflation cités dans les manchettes n'entraînent une accentuation des attentes d'inflation. Parallèlement, une certaine incertitude subsiste en ce qui concerne la croissance future de la capacité de production. Les gains de productivité réalisés récemment donnent à penser que le rythme d'expansion de la production potentielle pourrait être supérieur à 3 %, le niveau que la Banque retient pour hypothèse. Néanmoins, selon les derniers indicateurs, l'économie fonctionnerait près des limites de sa capacité.

La conjoncture internationale

Les marchés émergents

La croissance des économies à marché émergent a été un peu plus vive que prévu. Néanmoins, un certain nombre de risques continuent de peser sur les perspectives à court terme. Les dispositions des marchés à l'égard des économies émergentes de l'Asie se sont détériorées au fil des derniers mois, ce qui tient en grande partie aux inquiétudes que suscite la possibilité d'un repli de la demande mondiale de produits électroniques, aux répercussions des cours élevés du pétrole, à l'instabilité politique et, dans certains cas, à la lenteur avec laquelle s'opèrent les restructurations des secteurs privé et financier. Par ailleurs, la Turquie et l'Argentine — deux gros emprunteurs sur les marchés internationaux — ont dû négocier de nouveaux programmes de financement avec le FMI.

Certaines des pressions qui s'exercent sur les économies à marché émergent seront cependant atténuées par le repli des taux d'intérêt aux États-Unis, et les pays ayant choisi d'arrimer leur monnaie au dollar américain bénéficieront de la récente dépréciation de cette devise.

La zone euro et le Japon

Dans la zone euro, le rythme d'expansion s'est ralenti au second semestre de 2000, en partie à cause des majorations des taux directeurs décidées antérieurement par la Banque centrale européenne. Par ailleurs, les sondages indiquent que la confiance des entreprises et des ménages aurait fléchi récemment. De fait, la dépense des ménages a diminué sensiblement au troisième trimestre. On s'attend, par conséquent, à ce que la croissance dans la zone euro en 2001 s'inscrive juste au-dessous des 3 % qui étaient projetés dans la livraison de novembre du *Rapport*.

L'économie japonaise reste fragile. Le PIB réel ne s'est que faiblement relevé aux deuxième et troisième trimestres de 2000, en dépit des investissements considérables effectués par les entreprises. La dépense des ménages est demeurée stationnaire en raison de la faible

croissance des revenus et de l'inquiétude que suscitent les perspectives d'emploi. De plus, les effets retardés de l'appréciation du yen ont contribué à ralentir de façon marquée la croissance des exportations. On prévoit que l'économie japonaise progressera à un rythme d'environ 1,0 % en 2001, ce qui est inférieur au taux de 1,5 % cité dans le *Rapport* de novembre.

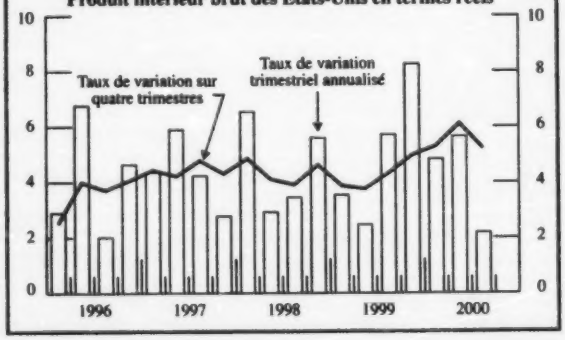
L'expansion économique dans la zone euro et au Japon décélère un peu plus vite que prévu.

Les États-Unis

Les données récentes indiquent que la baisse de régime de l'économie américaine est survenue plus brusquement et a été plus prononcée que prévu. Puisque la demande était déjà excédentaire, un certain tassement de l'activité était indiqué pour permettre une atténuation des pressions inflationnistes.

Le PIB réel n'a progressé que de 2,2 % au troisième trimestre de 2000, en nette diminution par rapport aux trimestres précédents (Graphique 1). La croissance de l'emploi a aussi ralenti de manière sensible ces derniers mois, et le nombre moyen d'heures travaillées a chuté.

Graphique 1
Produit intérieur brut des États-Unis en termes réels



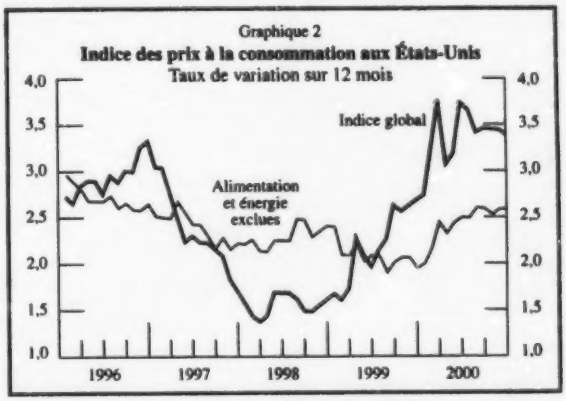
Les dépenses de consommation (particulièrement en véhicules automobiles) et la construction de logements se sont repliées en réaction aux hausses antérieures des taux d'intérêt, au recul de la richesse personnelle qu'a provoqué le fléchissement des cours des actions et au renchérissement de l'énergie.

Parallèlement, le resserrement des conditions de crédit et des modalités d'emprunt, conjugué à la réduction des marges bénéficiaires, a freiné dans une certaine mesure les investissements des entreprises.

La Banque s'attend maintenant à ce que le PIB réel des États-Unis progresse à un rythme de 2,0 à 2,5 % en 2001 par rapport à 2000. La croissance devrait être particulièrement faible au premier semestre puis se redresser assez fortement aux troisième et quatrième trimestres.

Bien que le taux de croissance de l'économie américaine soit tombé en deçà de celui de la production potentielle, l'inflation tendancielle n'a pas encore montré de signes d'atténuation (Graphique 2). L'économie des États-Unis continue de tourner à un rythme élevé, comme en témoigne son bas taux de chômage.

Graphique 2
Indice des prix à la consommation aux États-Unis
Taux de variation sur 12 mois



Néanmoins, compte tenu du ralentissement de l'activité, le Comité de l'open market a décidé, à sa réunion de décembre, d'axer son action en fonction non plus d'une intensification des pressions inflationnistes, mais plutôt d'un affaiblissement de l'économie. C'est dans cet esprit que le Comité a abaissé de 50 points de base le taux cible des fonds fédéraux au début de janvier, avant même la date prévue de sa prochaine réunion.

Au 23 janvier, les marchés financiers s'attendaient à ce que la Réserve fédérale réduise son taux cible de 50 points de base additionnels à la réunion qu'elle tiendra à la fin de janvier et de 50 autres points de base d'ici le milieu de l'année.

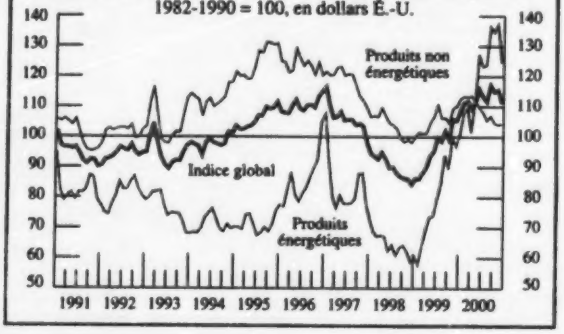
Le ralentissement de l'économie américaine est survenu plus brusquement qu'on ne s'y attendait.

Les prix des produits de base

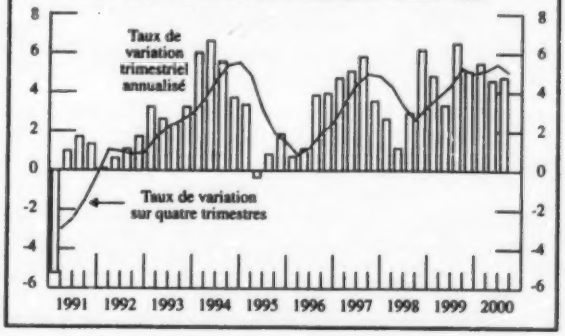
Les cours du pétrole brut et du gaz naturel ont été volatils depuis la fin d'octobre, en raison du faible niveau des stocks de produits pétroliers comme le mazout, du temps froid et des inquiétudes suscitées par les tensions au Moyen-Orient. Dans l'ensemble, toutefois, les prix du pétrole ont baissé au cours de cette période, à mesure que les effets de l'augmentation de l'offre mondiale se faisaient sentir. Les cours du gaz naturel, qui sont actuellement très élevés à cause du resserrement de l'offre et des conditions hivernales, devraient également fléchir cette année.

Bien que les prix du bétail et des céréales se soient redressés, les cours en dollars É.-U. des produits de base non énergétiques sont restés en deçà des prévisions de la Banque (Graphique 3).

Graphique 3
Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada
1982-1990 = 100, en dollars É.-U.



Graphique 4
Produit intérieur brut du Canada en termes réels



L'évolution économique au Canada

La demande globale, la production et les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

Le PIB réel a crû de 4,8 % en taux annuel au troisième trimestre de 2000, dépassant la limite supérieure de la plage des valeurs projetée dans le *Rapport* de novembre (Graphique 4)[1]. Encore une fois, les investissements des entreprises en machines et matériel ont augmenté considérablement, ce qui traduit de nouveaux gains au chapitre des bénéfices. La dépense des ménages s'est aussi fortement accrue. Le volume des exportations s'est inscrit en baisse, cependant, en raison surtout du ralentissement marqué de la croissance de la demande globale aux États-Unis et des problèmes d'approvisionnement dans le secteur énergétique et l'industrie automobile. Ce brusque affaiblissement de la progression de la demande extérieure de produits canadiens a contribué à une hausse substantielle des stocks dans le secteur manufacturier.

En ce qui concerne le dernier trimestre de 2000, les chiffres les plus récents donnent à penser que l'expansion économique s'est poursuivie, se situant à l'intérieur d'une plage de 3 à 3,5 %. Il semble que les exportations se soient redressées quelque peu, les problèmes d'approvisionnement mentionnés ci-dessus ayant été résolus. La construction résidentielle paraît avoir connu un vif essor, tandis que, dans l'ensemble, les dépenses de consommation auraient bénéficié d'une nouvelle hausse de l'emploi. Les dépenses au titre des véhicules automobiles ont toutefois reculé, les rabais offerts par les concessionnaires se faisant moins attrayants. Les premières données laissent par ailleurs entrevoir un ralentissement sensible de la progression des investissements des entreprises.

À la lumière de la croissance supérieure aux attentes enregistrée au troisième trimestre et des légères révisions à la hausse apportées aux chiffres du PIB réel pour le premier

Après avoir affiché une tenue très solide en 2000, l'économie canadienne devrait croître d'environ 3 % cette année.

1. Dans le *Rapport* de novembre, on prévoyait que la croissance réelle au troisième trimestre s'établirait entre 3,5 et 4,5 %.

semestre de l'année, on estime que l'activité économique en 2000 a progressé de 5 % en moyenne annuelle. La Banque prévoit maintenant pour 2001 une expansion d'environ 3 %, ce qui correspond à la limite inférieure de la plage de 3 à 4 % projetée en novembre dernier et est presque équivalent au taux de croissance de la production potentielle que la Banque prend pour hypothèse. Cette révision à la baisse reflète les conséquences pour le Canada du ralentissement plus marqué que prévu de l'économie américaine, particulièrement au premier semestre de l'année.

L'économie canadienne fonctionne près des limites de sa capacité.

La vigueur de l'expansion économique au Canada au troisième trimestre de 2000 et la bonne tenue observée au quatrième trimestre incitent à croire que notre économie fonctionne maintenant à peu près à pleine capacité, comme nous le prévoyions dans le *Rapport* de novembre.

Selon Statistique Canada, la mesure du taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles se situait au troisième trimestre environ au même niveau qu'à la fin des années 1980. Des pénuries de main-d'œuvre qualifiée sont constamment signalées dans des secteurs tels que ceux de la haute technologie et de la construction. De même, les taux d'inoccupation des immeubles résidentiels et commerciaux sont très bas.

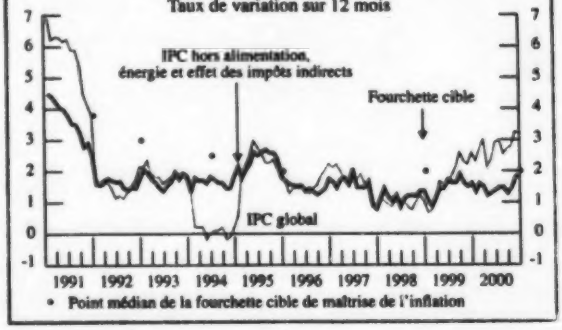
Néanmoins, plusieurs indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production laissent supposer qu'il restait une petite marge de capacités excédentaires au second semestre de 2000. Par exemple, le niveau des stocks par rapport aux ventes a augmenté au cours de la dernière année, et les taux d'activité de la main-d'œuvre ont également continué de progresser.

Dans l'ensemble, l'éventail complet des indicateurs les plus récents donne à penser que l'économie fonctionne près des limites de sa capacité.

Les prix et les coûts

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence s'établissait à 1,9 % en décembre, contre 1,3 % en septembre, dépassant ainsi quelque peu les prévisions

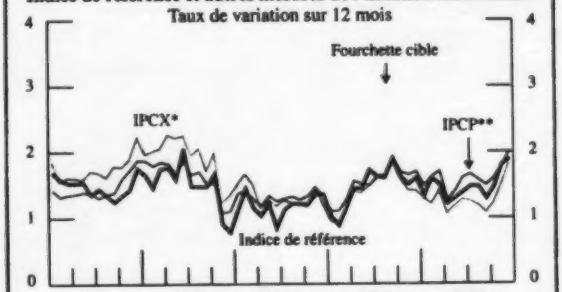
Graphique 5
Indice des prix à la consommation
Taux de variation sur 12 mois



• Point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation

contenues dans le *Rapport* de novembre (Graphique 5). Le niveau supérieur aux attentes de l'inflation mesurée par l'indice de référence reflétait en partie la décision des fabricants et des concessionnaires d'automobiles de restreindre leurs rabais. La montée de l'inflation au quatrième trimestre pourrait aussi indiquer que les capacités excédentaires de production se sont en grande partie résorbées. Les autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle se situaient près de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 6).

Graphique 6
Indice de référence et autres mesures de l'inflation tendancielle
Taux de variation sur 12 mois



* La mesure IPCX exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des impôts indirects sur les autres composantes.
** La mesure IPCP multiplie la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante.

Le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global en décembre était de 3,2 %, ce qui demeurait nettement supérieur à celui de l'indice de référence et reflétait la hausse substantielle des prix à la consommation de l'énergie au cours de la dernière année. Bien que les effets de première vague du renchérissement de l'énergie sur l'inflation mesurée par l'indice

de référence aient été minimes, il est probable que les majorations des tarifs annoncées récemment dans le secteur des transports auront une incidence sur les prix à la consommation en 2001.

Selon les indicateurs illustrés au Graphique 7 et les chiffres relatifs à la rémunération du travail par heure-personne dans le secteur des entreprises (Graphique 8), le taux d'augmentation tendancielle du salaire moyen serait monté tout juste au-dessus de 3 %.

Le taux de progression sur quatre trimestres de la production par heure-personne dans le secteur des entreprises ayant été de 2,1 % au troisième trimestre de 2000, la hausse sur quatre trimestres des coûts unitaires de main-d'œuvre dans ce secteur s'est maintenue à 1,0 %.

Graphique 7

Accords salariaux et salaire horaire moyen

Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés

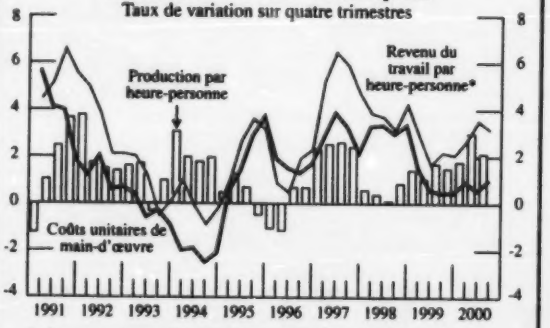
* Source : *Information population active*

** Source : Développement des ressources humaines Canada; les données les plus récentes se rapportent à octobre et novembre 2000.

Graphique 8

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail dans le secteur des entreprises

Taux de variation sur quatre trimestres



* Le revenu du travail comprend le revenu du travail des salariés ainsi qu'un revenu implicite du travail pour les travailleurs autonomes.

Source : *Le Quotidien* de Statistique Canada

On s'attend maintenant à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence se stabilise aux alentours de 2 % en 2001, quoique la volatilité mensuelle puisse la pousser temporairement au-delà de ce seuil à court terme. Cette prévision s'appuie sur le maintien autour de 2 % du taux d'inflation attendu à long terme et la poursuite d'un équilibre entre la demande et l'offre globales au sein de l'économie.

> *On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence se stabilise aux alentours de 2 % en 2001.*

Si les cours du pétrole brut se stabilisent à 30 dollars É.-U. le baril ou en deçà, la hausse sur douze mois de l'IPC global devrait fléchir pour se situer à environ 2 % au second semestre de 2001[2].

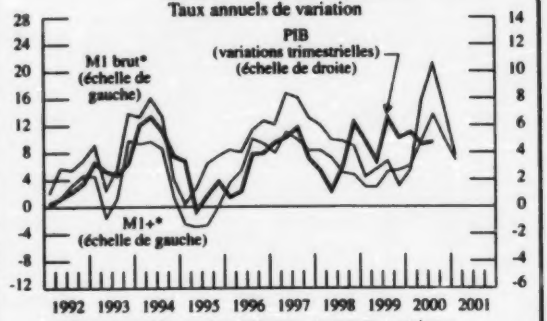
L'évolution des agrégats monétaires

La croissance de M1 brut s'est ralentie à nouveau au quatrième trimestre. Cet agrégat n'a crû que de 7 % (en taux annualisé) d'octobre à décembre, ce qui est bien au-dessous des taux d'accroissement enregistrés précédemment durant l'année. Quoi qu'il en soit, à 15 %, son rythme de progression en glissement annuel demeure élevé. Les taux d'augmentation en glissement annuel de M1+ et de M1++ sont restés stables au cours des trois derniers mois, se chiffrant à environ 12 et 10 % respectivement. Des facteurs spéciaux maintiennent le rythme d'expansion des agrégats au sens étroit au-dessus du taux de croissance sous-jacent des encaisses de transaction. On estime que les dépôts des institutions financières auprès des banques et ceux des entreprises et des particuliers auprès des courtiers en valeurs mobilières continuent d'expliquer environ 3 points de pourcentage de la progression de M1 brut en glissement annuel.

Si l'on corrige les données pour tenir compte de ces facteurs, l'expansion récente de la monnaie au sens étroit donne à penser que le PIB réel croîtra à un rythme d'environ 4 % en 2001, ce qui est supérieur au taux projeté par la

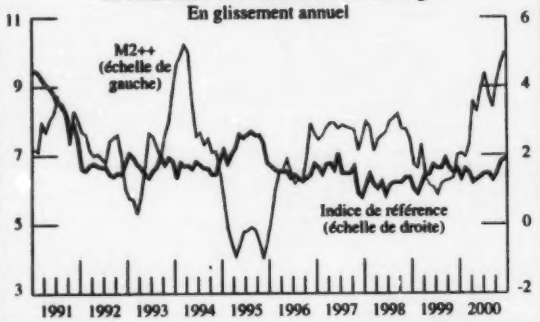
2. Cette projection cadre avec un taux d'augmentation annuel moyen de l'IPC global en 2001 se situant très près du taux moyen de 2,4 % sur lequel tablent les prévisionnistes du secteur privé (chiffre tiré de la livraison de janvier 2001 de *Consensus Forecasts*).

Graphique 9
Taux de croissance du PIB, de M1 brut et de M1+ en termes réels
Taux annuels de variation



* Moyenne mobile sur deux trimestres du taux de croissance de M1 brut et de M1+ (corrigé par l'indice de référence); chiffres du trimestre précédant le trimestre considéré

Graphique 10
Taux d'inflation selon l'indice de référence et taux de croissance de la monnaie au sens large
En glissement annuel



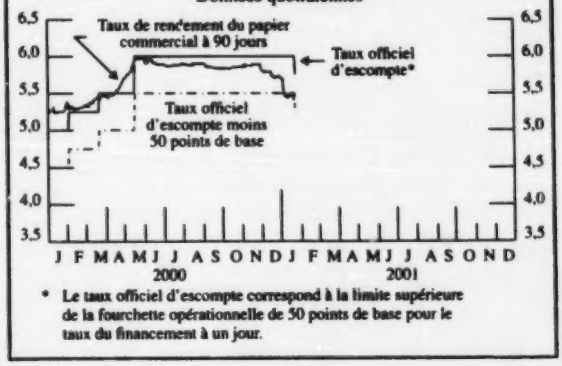
Banque (Graphique 9). La progression des agrégats étroits porte également à croire que l'inflation mesurée par l'indice de référence pourrait augmenter pour s'établir au-dessus du point médian de la fourchette cible en 2001.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'agrégat au sens large M2++ est monté à 10 % en décembre (Graphique 10). La vigueur de cet agrégat laisse entrevoir pour l'indice de référence un profil de croissance légèrement supérieur à celui qu'implique l'expansion de la monnaie au sens étroit.

Les conditions monétaires et les mesures de politique monétaire

La Banque a maintenu le taux officiel d'escompte (Graphique 11) à 6,0 % le 5 décembre 2000, la première date préétablie pour l'annonce des mesures de politique

Graphique 11
Taux de rendement du papier commercial à 90 jours et taux officiel d'escompte
Données quotidiennes

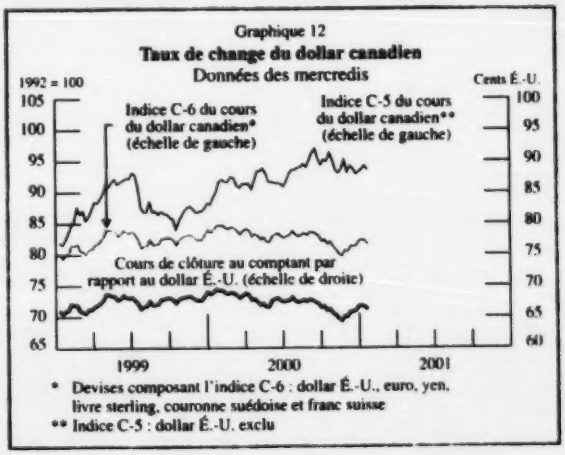


* Le taux officiel d'escompte correspond à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle de 50 points de base pour le taux du financement à un jour.

monétaire, puis elle l'a ramené à 5 3/4 % à la date préétablie suivante, le 23 janvier 2001. Les deux décisions avaient été en grande partie anticipées par les marchés financiers. Ceux-ci s'attendent à de nouvelles réductions des taux courts d'ici le milieu de l'année.

Au cours des trois derniers mois, l'indice des conditions monétaires a fluctué entre -6,7 et -5,5, sous l'effet combiné d'un repli des taux d'intérêt à court terme et d'un raffermissement du dollar canadien (Graphique 12). L'appréciation de notre monnaie tient en partie à la correction qu'a subie le dollar américain vis-à-vis d'un grand nombre de grandes monnaies par suite du ralentissement de l'économie des États-Unis relativement à celle d'autres pays et de la décrue des taux d'intérêt chez nos voisins du sud.

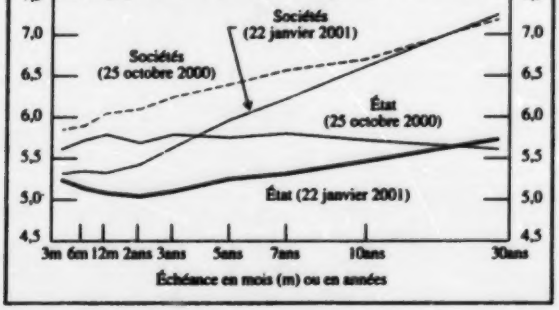
Graphique 12
Taux de change du dollar canadien
Données des mercredis



* Devises composant l'indice C-6 : dollar É.-U., euro, yen, livre sterling, couronne suédoise et franc suisse

** Indice C-5 : dollar É.-U. exclu

Graphique 13
Structure par terme des taux d'intérêt au Canada
Taux de rendement des bons du Trésor, des obligations d'État, du papier commercial et des obligations des sociétés



Graphique 14
Écarts de rendement entre les obligations à 5 ans des sociétés cotées A et celles du gouvernement
Données des vendredis

Nota : Les écarts de rendement au Canada et aux États-Unis ne sont pas directement comparables, principalement en raison de différences dans la nature des données recueillies.

Les taux d'intérêt appliqués aux emprunts publics (Graphique 13) ont fléchi à la fois au Canada et aux États-Unis pour toute la gamme des échéances, les opérateurs des marchés étant de plus en plus convaincus que le taux de croissance de l'économie américaine est en voie de glisser sous celui de la production potentielle. Les écarts de rendement entre les titres d'État canadiens et américains pour les termes de 2 à 30 ans sont devenus légèrement positifs vers la fin de 2000 et le sont demeurés depuis.

Les conditions de crédit offertes aux emprunteurs canadiens se sont légèrement resserrées, les prêteurs étant devenus plus réfractaires au risque à ce point-ci du cycle économique.

Aux États-Unis, les conditions de crédit se sont en général durcies davantage qu'au Canada, ce qui traduit probablement l'opinion des marchés quant à l'ampleur du ralentissement de l'économie américaine. Ces conditions, reflétées dans les écarts de crédit, se sont quelque peu assouplies par suite de l'intervention de la Réserve fédérale visant à faire baisser les taux d'intérêt (Graphique 14).

Depuis les sommets atteints l'été dernier, la plupart des principaux indices boursiers du monde ont reculé. Les fluctuations des valeurs technologiques ont été particulièrement prononcées. Ces derniers temps, bien que la plupart des valeurs boursières aient augmenté, elles restent bien en deçà des sommets enregistrés précédemment, et la volatilité continue de régner sur les marchés. Les cours des actions incorporeraient maintenant des attentes plus réalistes quant à la croissance future des bénéfices, notamment dans le secteur de la technologie. Parallèlement, la volatilité des cours des actions pourrait traduire l'incertitude des opérateurs quant aux perspectives d'expansion de l'économie mondiale.

Le *Rapport sur la politique monétaire* est publié en mai et en novembre et la *Mise à jour* en août et en février. Pour recevoir des exemplaires de ces publications, veuillez communiquer avec la :

Diffusion des publications
Département des Communications
Banque du Canada
Ottawa (Ontario) K1A 0G9
Canada

Téléphone : (613) 782-8248; courriel : publications@banqueducanada.ca
Site Web : http://www.banqueducanada.ca